

山西汾酒

山西汾酒深度报告

评级

报告原因：深度报告

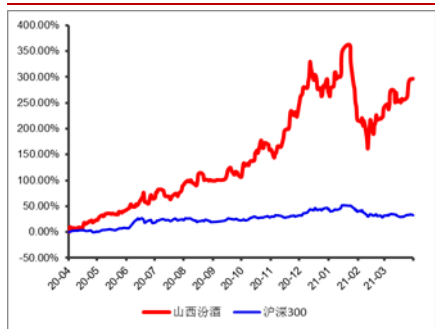
复兴在望，开启十四五新征程

买入

2021年11月2日

公司研究/深度报告

山西汾酒近一年市场表现



分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **三年责任状圆满收官，汾酒开启全新时代。**目前酱香型、浓香型和清香型是我国白酒市场上最主要的三大香型，形成“三香鼎立”的格局，清香型白酒的市场份额由原来销售占比12%左右增长至15%左右。我们认为，清香型白酒以“汾老大”为代表的，引领着整个清香品类的发展，未来2-3年，清香型占比会从现在15%左右增长至20%左右。而回顾汾酒发展，历史波折，2015年白酒行业复苏以来，公司营收恢复小个位数增长，2015/2016年同比增速为5.4%/6.7%，与其他品牌酒企的差距不断拉大，改革迫在眉睫。背水一战，汾酒签订“军令状”，主动担当“改革先锋”。从实际业绩完成效果来看，2017-2019汾酒连续三年超额完成任务目标。我们认为2017年以来，公司通过体制机制改革持续深化，汾酒已经由外部驱动转向自驱动发展阶段。具体来看：2016年是汾酒改革的蓄势期，也是收集拼图块的过程；2017年至2019年，是汾酒改革的发力期，是大刀阔斧梳理、重树拼图的过程（2017年可称作是改革的顶层设计期，2018年则是改革的深入实践期，2019年是汾酒改革的攻坚期）；2020年是汾酒改革的巩固期，拼接出了复兴的雏形，汾酒开启全新时代。
- **中高端白酒持续扩容，行业竞争升级。**白酒行业未来出现以下趋势：1) 行业竞争升级，产业集中度将进一步提升，即产业在向名酒产区和特色产区集中；(2) 产品结构升级，中高端白酒占比将进一步增加，有着良好品牌影响力以及优质产能的知名白酒生产企业预计将从产品结构升级中受益。具体从行业发展情况来看：1) 在消费水平提高与消费结构升级的市场环境下，高端酒持续扩容，未来中国高端白酒产品领域仍有显著增长潜力。2) 次高端白酒竞争逐渐升级，伴随着高端酒价格的提升，次高端价格带也在逐渐提高，从行业调整期时的300~600元裂变为300~600元和600~800元两个价格档。3) 光瓶酒量价齐升，将开启高线高端光瓶繁荣期。光瓶酒相对低端盒装酒更具有性价比。光瓶酒有望依托对低端盒装酒的品类替代实现量增，通过产品升级实现价增，从而市场规模快速扩容。步入2020年，随着白酒消费品质回归，消费者对白酒价格、品牌、包装的重视，转化为以品质为先的消费理念，光瓶酒进入“名、优、新”时代，“量、价、质”齐升。
- **从市场端、产品端看汾酒复兴路径。**站在当前位置，我们认为需要从更高的高度去看待山西汾酒的投资价值。1) 2-3年，营业收入可看300亿



元，十四五末 400-500 亿元收入。未来如何实现这个目标：一是全系列整合发力，跑出新发展加速度；二是省外拓展持续推进，全国化有望步入新阶段；三是不断推动战略协同与管理优化，提升公司运营管理水平。2) 长期：真正实现汾酒复兴。汾酒的长期目标概括而言是复兴。汾酒集团整体上市已经实际性开启“汾酒复兴”与时间赛跑模式。2017 年汾酒集团第一次党代会上，汾酒的“11936”中长期发展战略提出，明确了“真正实现汾酒的全面复兴”的总体目标。

投资建议：

➤ 与高端白酒龙头略微“平淡”的表现不同，今年次高端白酒步入新一轮发展周期，表现最为靓丽，山西汾酒涨幅位于前列。短期看，2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，前三季度收入同比增长 66.24%，我们认为产品高端化、市场全国化、双轮驱动是推动业绩增长的主要因素。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。此外，公司最终目标是走中高端路线，青花汾酒会持续发力，因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率将不断提高。此外，汾酒 PE 高于同期行业平均值，其估值处于近五年中位水平，但是，但看好清香型龙头未来在高端白酒领域的突破以及全国化进展情况，对其成长性给予较大的估值溢价空间。因此，预计公司 2021-2023 实现营业收入分别为 214.62 亿、264.45 亿、328.48 亿，同比增长 53%、23%、24%，实现归母公司净利润 55.14 亿、71.58 亿、92.81 亿，同比增长 79%、30%、30%，EPS 为 4.52 元、5.87 元、7.61 元，对应当前股价 PE 为 63、49、37 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

➤ 疫情超预期的风险，国企改革进度不达预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

目录

1. 三年责任状圆满收官，汾酒开启全新时代	4
1.1 千年清香，历史波折	4
1.2 三年国改见效，超额完成军令状任务	7
1.3 深化国企改革，助力跑出加速度	8
2. 中高端白酒持续扩容，行业竞争升级	10
2.1 行业集中度进一步提升，知名白酒有望受益.....	10
2.2 次高端良性扩容，光瓶酒持续发展	13
3.从市场端、产品端看汾酒复兴路径	17
3.1 营销三步走，迎接十四五	17
3.2 全系列整合发力，跑出新发展加速度	19
3.2.1 公司产品线丰富，产品策略定位得当	19
3.2.2 青花汾酒引领，驱动汾酒系列增长	20
3.2.2 “杏花村”归来，汾酒进入 2+2 时代	22
3.2.3 实施“双轮驱动”，推动竹叶青大健康产业发展	22
3.3 市场战略迭代升级，全国化战略已见成效.....	23
3.4 策略调整及管理优化，助力净利率提高.....	25
3.5 真正实现汾酒的全面复兴	26
4. 盈利预测、估值分析和投资建议	27
5.风险提示	29

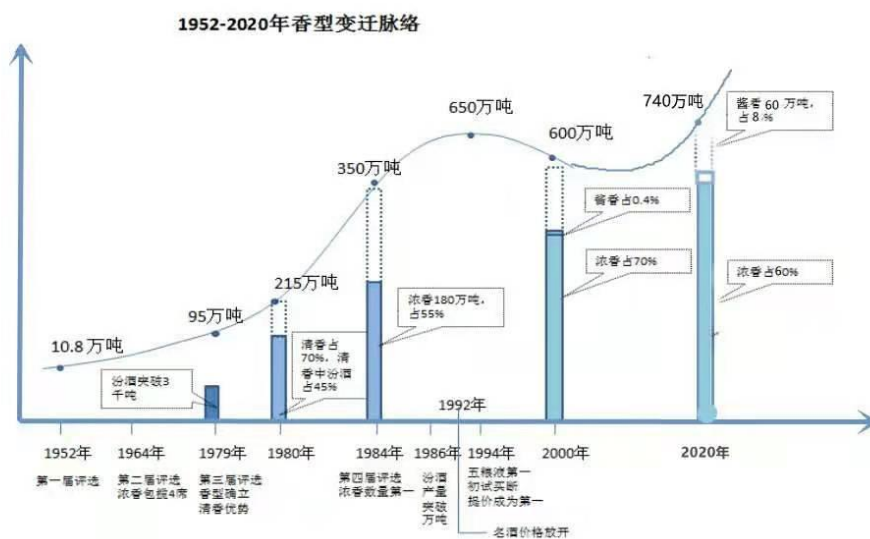
1. 三年责任状圆满收官，汾酒开启全新时代

1.1 千年清香，历史波折

90年代清香型处于白酒行业的主导地位，目前清香回暖。白酒是世界主要蒸馏酒品种之一，也是我国特有的传统酒种。白酒是以富含淀粉质的粮谷为原料，以酒曲为糖化发酵剂，采用固态、半固态或液态发酵，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、贮存和勾调而成的含酒精饮品。上世纪80年代以前计划经济时代，由于担心白酒过多消耗粮食，白酒业一直是被严格控制的产业。而清香白酒的工艺特点是生产周期短、成本低、粮耗低、出酒率高，正好满足了产品短缺时代背景下极速扩大的消费需求；上世纪九十年代后，随着窖泥培养等酿造技术逐步推广以及粮食供应不足等制约因素消失，浓香型白酒产区由四川扩大至全国，并且该香型知名品牌众多，逐步发展成为第一大消费香型。贵州茅台2001年上市后快速发展，2013年起营业收入超越五粮液，成为白酒行业龙头，从消费者培育、产业建设和资本投资等方面推动了酱香型白酒的发展，酱香型逐渐成为继浓香型之后的第二大香型。

白酒香型众多，目前主要有十三种香型，其中酱香型、浓香型和清香型是我国白酒市场上最主要的三大香型，形成“三香鼎立”的格局。根据酒业家报道，2016年以来，酱香型白酒迅速发展，白酒香型竞争迈入新阶段。目前浓香型白酒销量占比由原来的70%降低至50%左右，而酱香型占比由原来的10%左右增长至占比20%左右，清香型白酒的市场份额由原来销售占比12%左右增长至15%左右。我们认为，清香型白酒以“汾老大”为代表的，引领着整个清香品类的发展，未来2-3年，清香型占比会从现在15%左右增长至20%左右。

图1：白酒香型变迁情况



资料来源：酒业家，山西证券研究所

表 1：白酒香型代表

白酒香型	风味特征	分布地点	代表品牌
酱香型	采用石窖发酵，其感官风格“微黄透明、酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久”	较多分布于川黔交接的赤水河流域	茅台、郎酒、习酒、国台、金沙、珍酒
清香型	清香型白酒采用地缸发酵，其感官风格“无色透明、清香纯正、醇甜柔和、自然谐调、余味净爽”	全国知名清香型白酒生产厂商较多分布在我国北方地区	汾酒、红星二锅头酒、牛栏山二锅头
浓香型	浓香型白酒采用泥窖发酵，其感官风格“无色透明、窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、尾净爽口”	全国知名浓香型白酒生产厂商分布较广，其中部分分布于长江流域	五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春、水井坊、沱牌、双沟、古井等。
其他香型白酒	其他香型白酒主要包括兼香型、米香型、凤香型等，其感官风格各有特点		

资料来源：郎酒招股说明书、山西证券研究所

清香白酒分类。同为“清”香，因为用粮、曲、地方风土等的不同，也呈现出不同的风味。清香型白酒按工艺可以分为三大流派：大曲清香、小曲清香、麸曲清香，简称大清、小清、麸清，以大清为主流，其次是小清，最后是麸清。其中，大曲清香以汾酒、宝丰酒、黄鹤楼、金门高粱酒、青青稞酒等为代表产品，按工艺又可分属清蒸二次清和清蒸四次清两类；小曲清香，以小曲来发酵的清香型白酒，小曲清香酒主要存在于川黔渝滇地区，又可分为川法小曲清香酒和云南小曲清香酒；麸曲清香，以麸曲发酵的清香型白酒，现在的两大二锅头是这种酒的代表。

图 2：清香型白酒分类代表产品



资料来源：糖酒快讯，山西证券研究所

清香白酒竞争格局分散，汾酒带动清香回暖。从竞争格局上看，清香型白酒企业竞争格局集中度相对浓香、酱香较低。前期，以牛栏山、红星二锅头、衡水老白干、青稞酒为代表的清香品类整体结构偏低，相较于浓香、酱香整体品类产值贡献低及市场扩张乏力的掣肘，清香品类整体发展的增速较慢。当前，在

汾酒带动清香回暖、品类地位回归的大势下，细分清香品类企业也处于乘势提速发展态势。此外，清香型白酒价格带呈现高端和低端一高一低纺锤型发展态势，清香白酒价格竞争格局为 1000 元以上、400 元-800 元、100 元-200 元、20 元-50 元四个主流价格带。包揽以上四个价位段主流畅销品牌且实现全国化的企业非汾酒莫属。

表 2：清香白酒格局

规模	100-200 亿	10-50 亿	5-10 亿	3-5 亿	1-3 亿	1 亿以下
企业	汾酒、牛栏山	老白干、江小白、红星、黄鹤楼	青稞、永丰、北京二锅头、汾阳王	汾杏、石花、蒙古王、河套王、金门高粱	吕梁产区	其他
2021 预估	300	150	30	20	100	150
预估合计	750					

资料来源：酒说微信公众号，山西证券研究所

山西汾酒历史悠久，清香鼻祖发展一波三折。山西汾酒历史悠久，拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大中国驰名商标，是我国清香型白酒的典型代表，酒体入口绵甜，回味悠长。曾蝉联五届中国名酒称号，素有“中国酒魂”、“清香鼻祖”之美誉。汾酒发展并不是一帆风顺，从 1988 年开始直到 1993 年，杏花村汾酒企业连续 6 年荣获全国轻工业最佳经济效益第一名，成为酒界的“老大”、“六连冠”，为我国白酒界的第一股。

然而，自 1994 年“老大”的宝座被五粮液抢占后，一路下滑，并且在经历 97 年亚洲金融危机和 98 年朔州假酒案之后，不仅市场战线开始逐步收缩至省内，而且公司收入状况也出现了斩腰式的下滑。但是，“杏花”虽有凋零，可最终没有凋落，老树开始长出了新芽，2002 年公司改制为山西杏花村汾酒集团有限责任公司，同时新管理层上任，重点开拓河北、河南市场，2009 年新一届高管对产品体系、营销体系等进行修整经过重新调整蓄势之后，才再次迎来了黄金发展十年，12 年公司收入/利润分别达到了 65 亿/14 亿的历史高峰。

2012 年 3 月限制三公消费为开始，白酒行业由黄金十年的量价齐升转向深度调整期。13 年开始，行业再次迎来调整，三公反腐和经济下滑给行业发展带来了很大压力，公司当年业绩就开始出现严重下滑，14 年收入利润继续大幅下滑 35%/63%。公司 2014 年开始尝试混改之路，同时公司开始在产品和价格上着力对市场进行大力调整梳理。2015 年公司业绩成效初显，2016 年持续恢复，2017 年正式开启国企改革的序幕。2017-2019 三年改革试点圆满收官，大势已成，复兴在望。至“十四五”末，汾酒要晋身行业第一阵营，实现“三分天下有其一”的目标，推动汾酒、杏花村酒、系列酒互相补位，共同发展的一体化运营局面。

表 3：山西汾酒发展历程

时期	主要事件
----	------

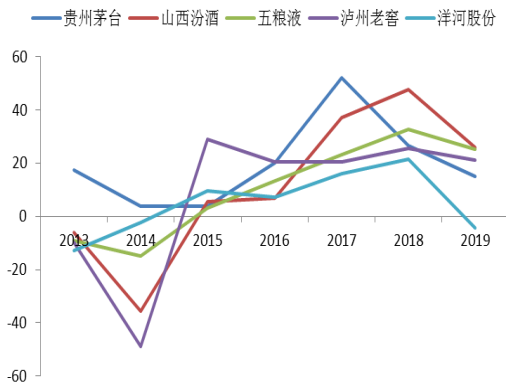
<p>1990 -1993 年高峰期</p>	<p>1990 年业绩超过泸州老窖，居白酒行业首位。 1992 年是全国白酒行业首家获得进出口自主经营权。 1993 年上交所上市，成为中国白酒第一股。</p>
<p>1994 -2001 年衰退期</p>	<p>1994 年业绩开始被五粮液超越。 1997 年，公司开发出高档 30 年陈酿--青花瓷汾酒，挺进高档酒市场，重塑了中华汾酒品质卓越的良好形象。 1998 年山西假酒案，汾酒遭到重创，损失 70% 以上的省外市场。</p>
<p>2002 -2011 年成长期，黄金 10 年</p>	<p>2002 年公司改制为山西杏花村汾酒集团有限责任公司。同时新管理层上任，重点开拓河北、河南市场。 2003 年推出“国藏汾酒”。 2009 年新一届高管对产品体系、营销体系等进行修整。</p>
<p>2012-2015 年深入调整期</p>	<p>2012 年 3 月限制三公消费为开始，白酒行业由黄金十年的量价齐升转向深度调整期。 2013 年开始，行业再次迎来调整，三公反腐和经济下滑给行业发展带来了很大压力。 2014 年成立“山西汾酒创意定制有限公司”，开始混改尝试。</p>
<p>2016-2020 年，混改大幕拉开</p>	<p>2016 年，随着白酒行业，以及山西经济的复苏，汾酒开始恢复业绩。 2017 年，山西国企改革打响第一枪，拥有 68 年历史的老牌白酒国企——汾酒集团率先签订“经营业绩目标责任书”。 2017-2019 年，三年改革试点圆满收官。</p>
<p>2021-2025 年，走向复兴</p>	<p>“十四五”是汾酒走向复兴、朝着“世界一流企业”宏伟目标迈进的关键时期。</p>

资料来源：酒说、微酒、酒业家等微信公众号；汾酒官网；山西证券研究所

1.2 三年国改见效，超额完成军令状任务

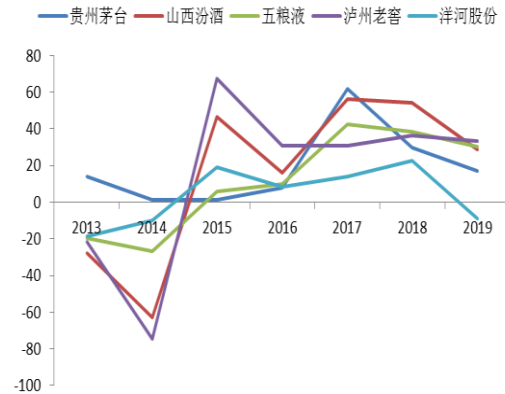
山西国改当先锋，拉开汾酒改革序幕。汾酒改革的背景：（1）山西改革大环境，促使国企改革（1+N 政策、国务院 42 号文等），（2）趁着白酒行业复苏，进行改革，寻求出路。2015 年白酒行业复苏以来，公司营收恢复小个位数增长，2015/2016 年同比增速为 5.4%/6.7%，与其他品牌酒企的差距不断拉大，改革迫在眉睫。背水一战，汾酒签订“军令状”，主动担当“改革先锋”。2017 年 2 月 23 日，汾酒集团与省国资委正式签署了山西国企改革首份“军令状《2017 年度经营目标考核责任书》和《三年任期经营目标考核责任书》，经营目标考核责任书设置了汾酒三年经营目标：2017 年至 2019 年酒类收入增长目标为 30%、30% 和 20%，酒类利润增长目标均为 25%。此外，责任书强调集团经营利润总额目标与薪酬总额挂钩，要求任期内推进汾酒集团混合所有制改革，集团整体上市，最终目标是三年回到白酒第一阵营。

图 3：不同酒企营业收入表现



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：不同酒企利润表现



资料来源：wind，山西证券研究所

国企改革见效，公司连续超额完成任务。从实际业绩完成效果来看，2017-2019 汾酒连续三年超额完成任务目标。我们认为 2017 年以来，公司通过体制机制改革持续深化，汾酒已经由外部驱动转向自驱动发展阶段。从与山西省国资委考核目标完成情况来看，2017 年底，汾酒以国有资本保值增值率 108.97%，提前超额完成 107.67%的考核目标值；2018 年底，以行业第五的成绩提前实现行业进位；2018 年末汾酒实现酒类销售 110.64 亿元，酒类利润 23.45 亿元，以“三年任务两年完”提前完成酒类收入和酒类利润总额目标。

表 4：3 年经营目标考核责任书内容及完成情况

名称	责任目标内容	完成情况
《三年任期经营目标考核责任书》	(1) 2017、2018、2019 年收入（酒类）增长目标为 30%、30%和 20%；利润增长目标为 25%、25%、25%； (2) 到 2019 年 12 月 31 日要实现国有资本保值增值率 107.6%； (3) 酒类营业收入达到 103.74 亿元，酒类利润总额达到 16.38 亿元。	(1) 2017、2018、2019 年收入（酒类）同比增速为 37%、47%、26%；利润总额同比增速为 50%、56%、27%； (2) 截至 2017/2018/2019 年 12 月 31 日，公司净资产 53.38/64.82/76.25 亿元，2018 年国有资本保值增值率为 121.4%，2019 年国有资本保值增值率为 117.6%； (3) 2019 年酒类营业收入达 118.8 亿元，酒类利润总额达 28.45 亿元。

资料来源：汾酒官网；云酒头条；山西证券研究所

1.3 深化国企改革，助力跑出加速度

回首汾酒改革之路，汾酒党委书记、董事长李秋喜表示，“如果将汾酒复兴比作拼图，‘十三五’期间就是收集、整理、拼接的过程。2016 年是汾酒改革的蓄势期，也是收集拼图块的过程；2017 年至 2019 年，是汾酒改革的发力期，是大刀阔斧梳理、重树拼图的过程（2017 年可称作是改革的顶层设计期，2018 年则

是改革的深入实践期，2019年是汾酒改革的攻坚期)；2020年是汾酒改革的巩固期，拼接出了复兴的雏形，同时，2020年是汾酒全面完成“4421”攻坚战和“十三五”发展规划的收官之年，也是从“汾酒速度”到“汾酒模式”转化的关键之年。

山西省国资委在监管方式上的转变，让汾酒在面临业绩压力的同时，获得了更为宽松的经营环境。“通过压力层层加码，权力充分下放，山西省国资委对汾酒的契约化管理倒逼了汾酒的契约化管理实践，企业动力步步强化、活力不断释放。”要把压力转换成持久的动力，必须进行全方位的改革，先是股权的改革，之后是人力、激励机制改革。**1)推动国企改革，混改是其重要突破口。**汾酒集团通过转让所持上市公司11.45%股份的方式，引进华润创业作为上市公司战略投资者，进一步优化了上市公司的股权结构，混改取得了关键性突破。引进华润作为战投，不仅实现了引资、引智，还促进了汾酒管理水平的提升，进而实现管理与战略的高度协同。**2)人力、激励机制改革**，通过契约化管理，组阁制聘用、模拟职业经理人等举措，股权激励等一系列措施，公司运营效率、活力与创造力得到有效激发。公司内部体制改革，首先以营销端契约化管理为突破口，通过推进市场化用人机制和激励机制，先激发营销系统活力，再倒逼供应链改革，构建强大的中后台和快速适应市场的产业链，推动内部活力充分释放。同时，2019年公司授予骨干成员股份，国企股权激励计划成功试点，长效激励机制将持续激发内部活力。

表 5：山西汾酒近 3 年改革过程

时间	进展
2016 年蓄势期	2016 年是汾酒改革的蓄势期，也是收集拼图块的过程
2017 年改革的顶层设计期	通过酝酿出台《汾酒集团体制机制改革整体推进方案》及其子方案，即“1+35”方案体系，汾酒首先确定了“11936”中长期汾酒复兴战略、“62210”五年规划以及“4421”三年攻坚目标。有了整体改革的顶层设计和施工图，汾酒全力推动改革进程就有了指引的方向和规划的步骤。
2018 年改革深入实践期	2018 年是山西汾酒深化改革的“全面施工一年”，这一年来，山西汾酒深入混改，引入战略投资者华润、集团资产注入、实施股权激励陆续落地扎实推进。
2019 年汾酒改革攻坚期	2019 年改革决胜攻坚，种种举措落地，完成集团整体上市。至此汾酒集团资产证券化率超过九成，旗下与上市公司构成同业竞争的酒类资产全部注入山西汾酒，汾酒集团 2019 年整体上市的目标成功“收官”。
2020 年汾酒巩固期	2020 年巩固期。推动文旅融合，竹叶青大健康发展。

资料来源：公司官网，年报，山西证券研究所

表 6：股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标	可解除限售数量占 获授权益数量比例

第一个解除限售期 (2021/5/8-2022/5/8)	1) 2019 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2) 2019 年营业收入增长率不低于 90%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；同比增长不低于 22.3%； 3) 2019 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%	40%
第二个解除限售期 (2022/5/8 2023/5/8)	1) 2020 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2) 2020 年营业收入增长率不低于 120%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；同比增长不低于 15.8%； 3) 2020 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%	30%
第三个解除限售期 (2023/5/8 2024/5/8)	1) 2021 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2) 2021 年营业收入增长率不低于 150%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；同比增长不低于 13.6% 3) 2021 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%；	30%

资料来源：汾酒公告，山西证券研究所（以上营业收入增长率均以 2017 年业绩为基数）

2. 中高端白酒持续扩容，行业竞争升级

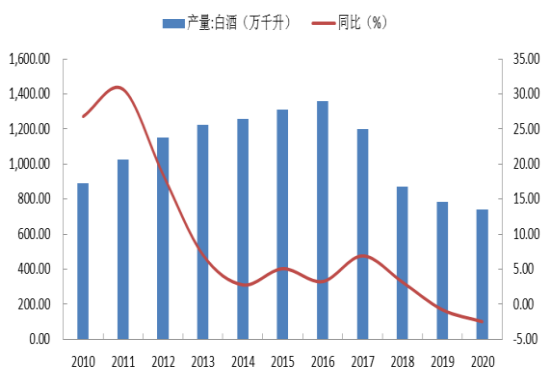
2.1 行业集中度进一步提升，知名白酒有望受益

白酒行业两降两升。从需求端来看，随着我国居民收入水平的持续提升，酒类消费的主导力量逐步从政务消费向商务消费、大众消费转型；同时，由于白酒消费的社会属性，“少喝酒，喝好酒”的消费理念深入人心，白酒行业产量总体上呈现下降趋势，产量由 2016 年的 1358 万千升下降至 2020 年的 741 万千升。2015 年以来，白酒行业开始复苏，终端用户白酒消费需求有所上升，带来白酒行业整体收入和利润快速增长，2020 年白酒行业实现利润 1585.41 亿元，同比增长 12.91%，行业利润水平处于上升趋势。但是，根据国家统计局数据，2020 年全国规模以上白酒企业 1040 家，已连续三年呈现下降趋势。而近几年以贵州茅台、五粮液为代表的知名酒企业绩增长都在一定程度上显示出中国白酒市场日益明晰的集中化趋势。

从上述白酒行业“两降两升”的发展趋势可以看出，白酒消费呈现出向主流品牌、主力产品集中的趋势，白酒产业也向品牌、原产地和文化集中，产业竞争加剧对弱小白酒企业的挤出效应。白酒行业未来发展预计呈现以下趋势：（1）行业竞争升级，产业集中度将进一步提升，产业集中度提高的背后，是产业结构和产业调整的变化，这个变化所呈现出的产业形势预计在未来会更加凸显，即产业在向名酒产区和特色产区集中，品牌在向名酒品牌、区域强势品牌集中。（2）产品结构升级，中高端白酒占比将进一步增加，随着我国中等收入群体的扩大，中高端价位的白酒销售规模将进一步扩大，有着良好品牌影响力以及优质

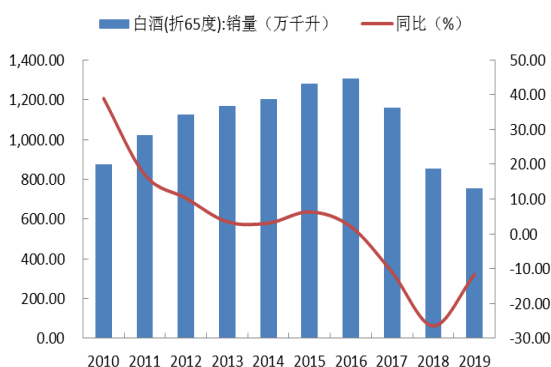
产能的知名白酒生产企业预计将从产品结构升级中受益。

图 5：白酒产量（万千升）



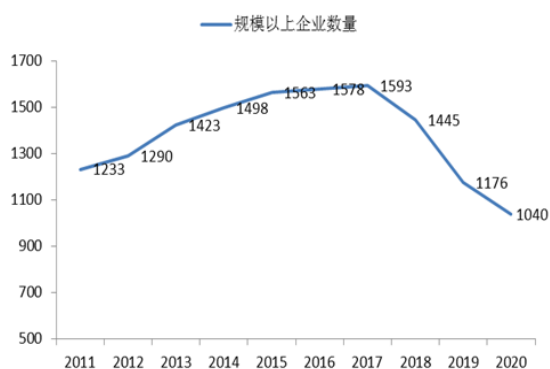
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6：白酒销量（万千升）



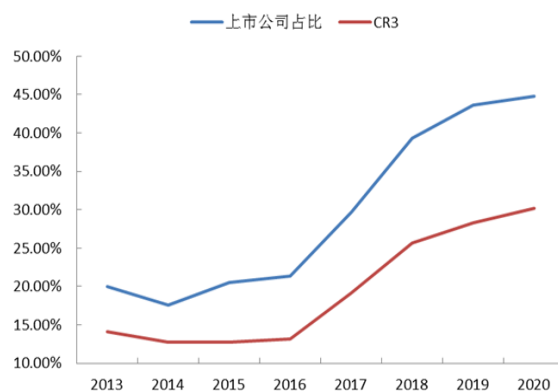
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 7：规模以上白酒企业数量



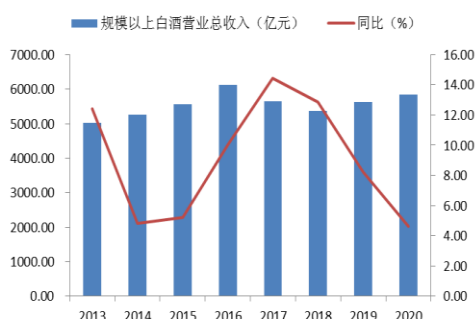
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：白酒行业集中程度



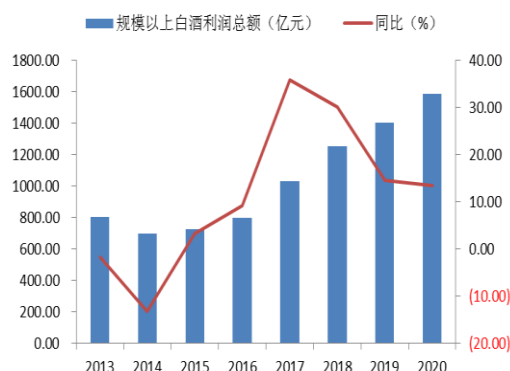
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：规模以上白酒收入情况



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所（注：白酒行业增速为调整后数据，根据规模以上白酒企业同比统计口径）

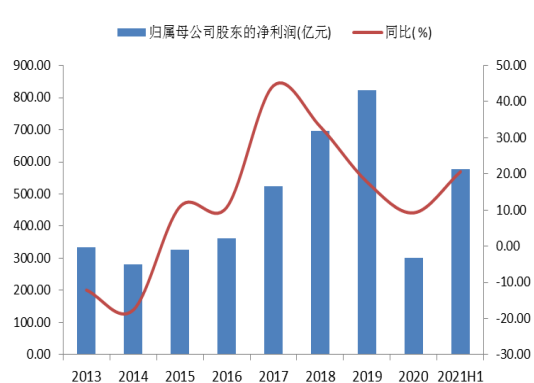
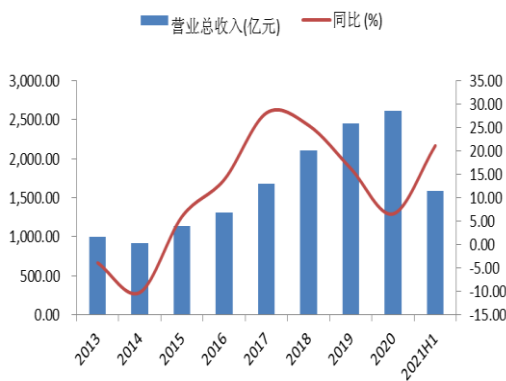
图 10：规模以上白酒利润情况



上市酒企业绩基本上已显著超疫情前水平。经历了 2020 年的大起大落，2021 上半年的酒业整体处于平稳发展期。申万白酒上市企业 2021H1 实现营业收入总额为 1589.98 亿元，同比增长 21.13%；实现归母净利润为 577.91 亿元，同比增长 20.64%。2021Q2 白酒上市公司实现收入 641.30 亿元，同比增长 19.53%，同比 2019Q2 增长 24%，实现净利润 222.80 亿元，同比增长 25.81%，同比 2019Q2 增长 33.82%，2021 年二季度收入维持高增，净利润环比提速。在 19 家上市白酒企业中，营收增幅超过 50% 的有 6 家，酒鬼酒增速最高，增速为 137.31%，其次是舍得酒业、水井坊、山西汾酒、青青稞酒、迎驾贡酒；营收增幅在 10%-50% 之间的有 11 家，增速由高到低分别是口子窖、金徽酒、金种子酒、今世缘、伊力特、古井贡酒、泸州老窖、五粮液、洋河股份、贵州茅台、老白干酒；营收负增长的只有两家企业，分别是顺鑫农业、皇台酒业。此外，与 2019 上半年相比，2021 上半年有 3 家企业的营收呈现出下降，分别是洋河股份、口子窖、老白干酒，但下降幅度都不大，上市酒企业绩基本上已显著超疫情前水平，

图 11：白酒上市公司收入表现

图 12：白酒上市公司盈利表现

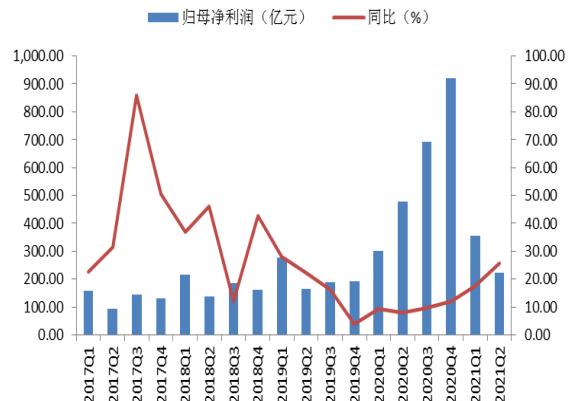
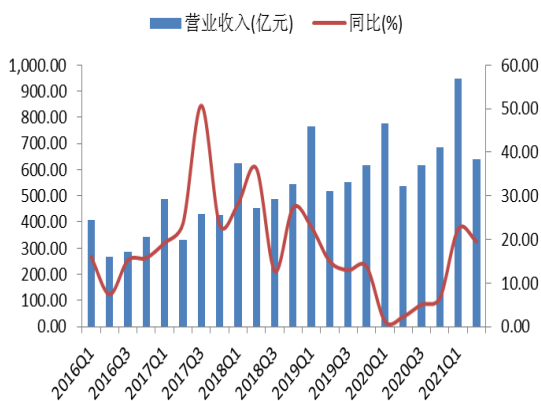


资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：白酒板块单季度营业总收入及同比增长

图 14：白酒板块单季度归母净利润及同比增长



资料来源：wind，山西证券研究所

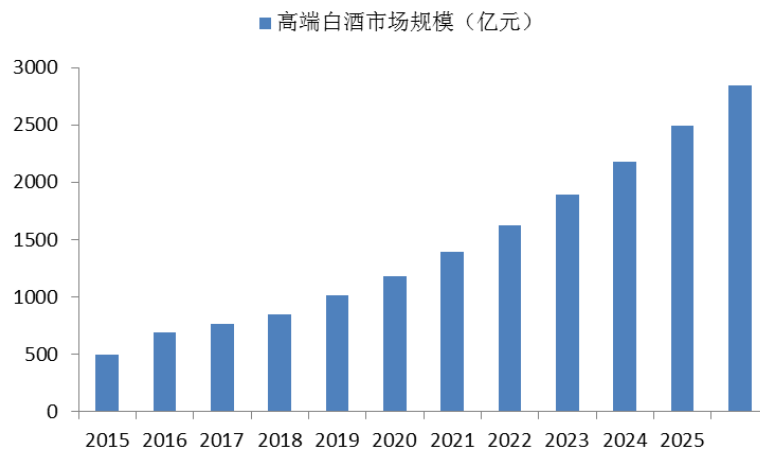
资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 次高端良性扩容，光瓶酒持续发展

高端白酒持续扩容。白酒市场主要产品按照不同价格档次，分为高端型、次高端型、中端型和低端型四种。高端白酒(含超高端)价格带为 800 元以上；次高端白酒的价格在 300-800 元；中低端白酒的价格带在 300 元以下。其中，高端产品主要被五粮液普五、贵州茅台飞天茅台和泸州老窖的国窖 1573 占据。从消费品品类属性金字塔看，相较于刚需品、功能品等金字塔底部的属性而言，白酒具备嗜好品、社交品等金字塔顶端的属性，而高端白酒更在不同程度上具备了信仰品属性。这些属性决定了白酒行业是个具有很强定价能力的行业，定价能力是判断一个行业好坏的重要指标，所谓的定价能力是指能够让消费者为了更好的满足自身的需求，而愿意支付更高成本的能力。因此可以说，高端白酒抬高了行业的价格天花板，带动了行业的整体繁荣。

据 Euromonitor 数据显示，2020 年高端白酒市场规模是 1000 多亿元，在消费水平提高与消费结构升级的市场环境下，中高端白酒市场存在确定性发展机遇，市场份额进一步向龙头企业、头部品牌靠拢。因此，在此背景下，高端酒持续扩容，未来中国高端白酒产品领域仍有显著增长潜力。基于未来五年白酒行业规模以上企业销售收入增长趋势，经过初步估算，2026 年中国高端白酒市场的市场规模将达到 2846 亿元。

图 15：高端白酒市场规模



资料来源：前瞻产业研究，山西证券研究所

表 7：不同价格带产品

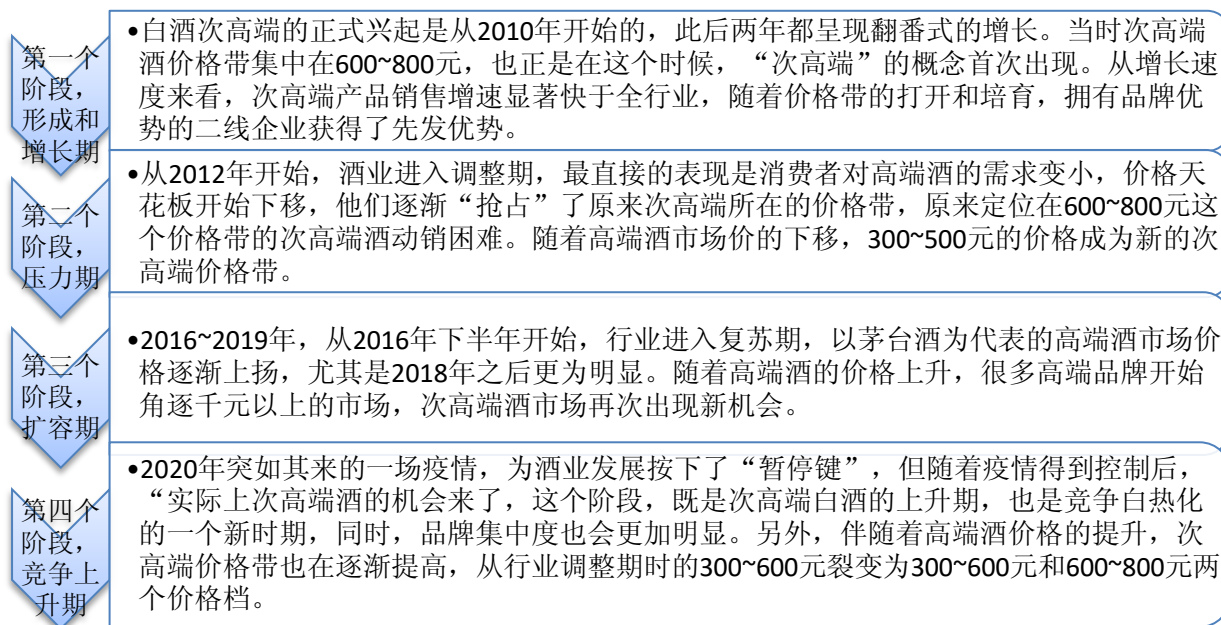
档次	白酒产品	价格
高端（含超高端）	普五（五粮液）、国窖 1573（泸州老窖）、飞天茅台（贵州茅台）	800-3000
次高端	梦 3、天之蓝（洋河股份）、典藏、井台、臻酿八号（水井坊）、国缘四开、国缘对开（今世缘）、品味舍得、水晶剑（剑南春）、古 16、古 20（古井贡）	300-800

	酒)、青花 20 (山西汾酒)	
中低端	王子酒 (茅台)、西凤六年 (西凤酒)、金砖习酒 (习酒)、老白汾系列	300 以下

资料来源：前瞻产业研究，山西证券研究所

次高端白酒竞争逐渐升级。次高端白酒是市场细分后的产物，白酒行业的黄金十年中，品牌越来越多，各个企业的产品越来越丰富，所以需要进一步地进行细分，次高端白酒概念由此产生。具体来看，我们可以将次高端白酒的发展线归为四个阶段：第一个阶段，形成和增长期；第二个阶段，压力期；第三个阶段，扩容期；第四个阶段，竞争上升期。这个阶段，既是次高端白酒的上升期，也是竞争白热化的一个新时期，同时，品牌集中度也会更加明显。另外，伴随着高端酒价格的提升，次高端价格带也在逐渐提高，从行业调整期时的 300~600 元裂变为 300~600 元和 600~800 元两个价格档。

图 16：次高端白酒发展期



资料来源：酒说，山西证券研究所

根据酒业家报道，2018 年我国次高端白酒消费的市场规模收入在 800 亿元左右，2020 年进一步增加至 900 亿元左右。随着居民消费水平提高，特别是全球性通胀背景下，次高端迎来最重要扩容期，十四五期间，次高端市场有望进入 1500 亿体量。次高端产品在白酒企业发展中起到了十分重要的作用，近两年来，次高端酒热度不减，各大品牌都在布局次高端价格带，洋河、剑南春、古井贡酒、舍得、今世缘以及现在大热的酱香品类，都在发力此价格带。发力次高端将驱动酒行业新一轮的增长，随着众多企业对次高端价格带的发力，再加上疫情后各产业的复工复产，次高端酒将会迎来更多的消费需求，这也意味着次高端市场将会成为酒业竞争的新高地。

图 17：次高端白酒市场规模

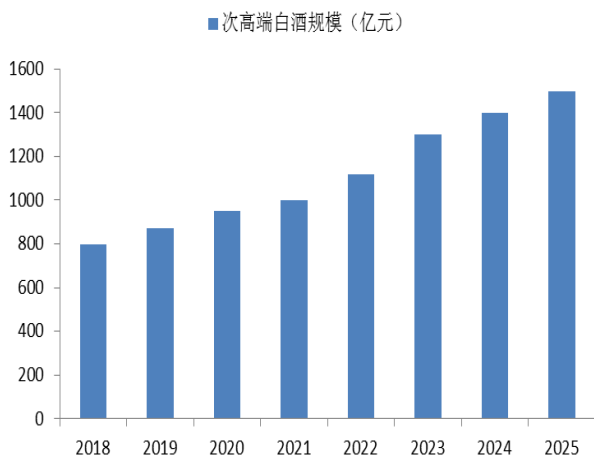
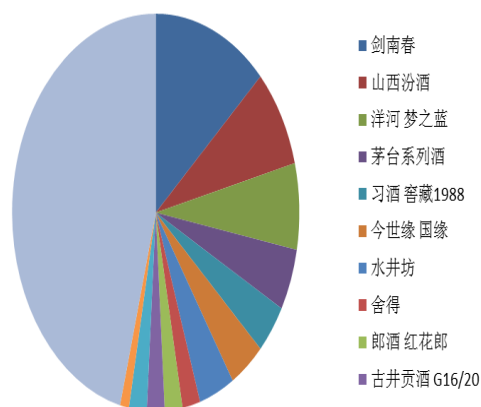


图 18：2019 年次高端市场份额



资料来源：酒业家，山西证券研究所

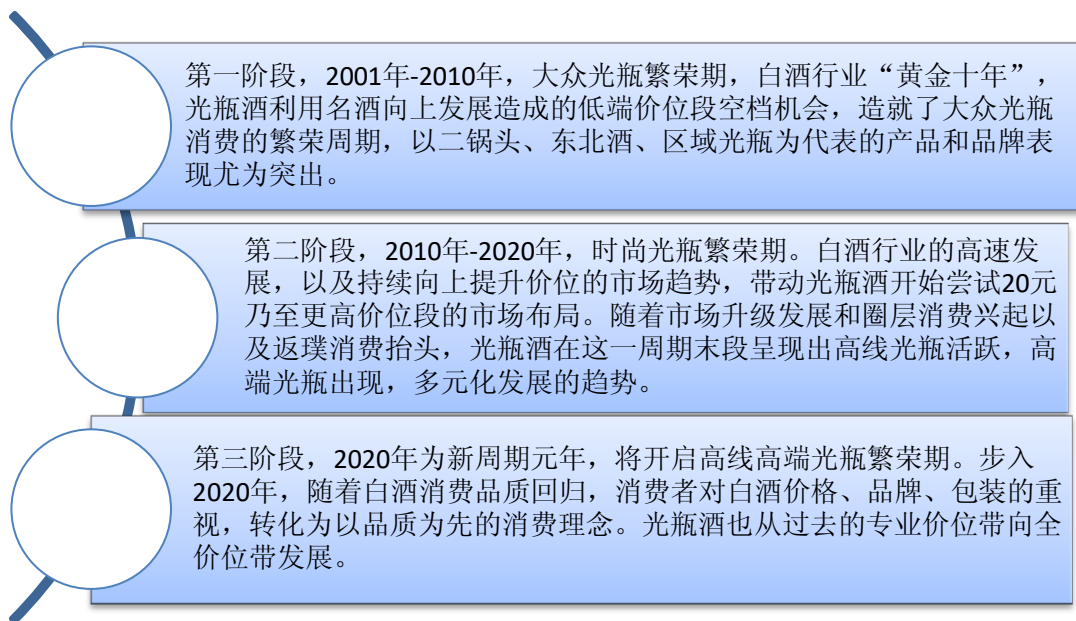
资料来源：酒业家，山西证券研究所

光瓶酒量价齐升，将开启高线高端光瓶繁荣期。根据卓鹏战略数据，2014-2020 年，光瓶酒行业规模从 400 亿增长到 900 亿，CAGR 为 14.5%，在消费升级趋势下，近年来各省份主流价格带基本都提升至百元以上，这意味着在礼品消费与宴请消费的场景中，人们更青睐中高端酒、次高端酒，百元以下的低端酒消费场景向自饮集中。光瓶酒相对低端盒装酒更具有性价比。我们认为光瓶酒未来 5-10 年仍将处于扩容增长期，光瓶酒有望依托对低端盒装酒的品类替代实现量增，通过产品升级实现价增，从而市场规模快速扩容。预计光瓶酒行业未来 5 年收入年复合增速 8%，2025 年市场规模约 1300 亿。从历史发展看，以十年为一个阶段，第一阶段 2001 年-2010 年，大众光瓶酒繁荣期。白酒行业“黄金十年”，光瓶酒利用名酒向上发展造成的低端价位段空档机会，造就了大众光瓶消费的繁荣周期，以二锅头、东北酒、区域光瓶为代表的产品和品牌表现尤为突出；第二阶段 2010 年-2020 年，时尚光瓶酒繁荣期。白酒行业的高速发展，以及持续向上提升价位的市场趋势，带动光瓶酒开始尝试 20 元乃至更高价位段的市场布局。随着市场升级发展和圈层消费兴起以及返璞消费抬头，光瓶酒在这一周期末段呈现出高线光瓶活跃，高端光瓶出现多元化发展的趋势。第三阶段，2020 年为新周期元年，将开启高线高端光瓶繁荣期。步入 2020 年，随着白酒消费品质回归，消费者对白酒价格、品牌、包装的重视，转化为以品质为先的消费理念，光瓶酒进入“名、优、新”时代，“量、价、质”齐升。

光瓶酒主要分三个主流阵营：一是大众光瓶，价格在 10-30 元区间，定位大众刚需，目前主流的成熟放量价位，品牌扎堆；二是高线光瓶，价格在 40-60 元主流价格段区间；三是高端光瓶，价格在 80-200 元主流价位段，甚至包括 100-200 元价位段。随着中产阶级的迅速崛起，中产阶级对产品的品质、包装、购物体验等方面，更加理性的选择，白酒消费更趋向于购买简而美包装的光瓶酒。我们认为未来光瓶酒具有以下趋势：1) 一是高端化趋势，未来 200 元左右的盒装酒将会受到高端光瓶酒的挤压，同时在 300-600 元的价

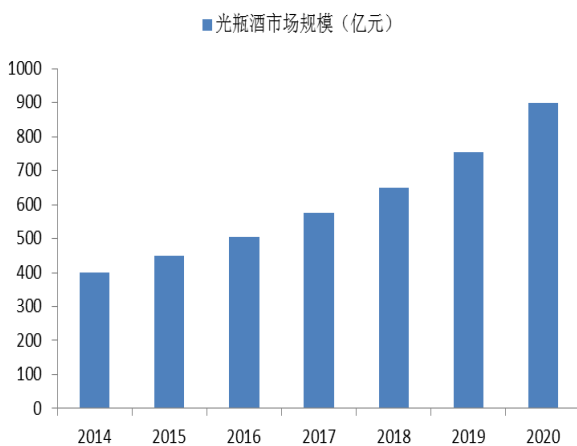
格带也会出现更多的光瓶酒品牌；二是高线化趋势。高线光瓶酒主要指 40-60 元价位的酒，这是未来光瓶酒主要放量的一个价位段；三是高品化趋势。其实目前的光良、汾杏、北大荒等光瓶黑马都已经走上了高品质化发展的道路，这是适应了消费者追求性价比消费的趋势；四是口粮化趋势。未来 80-200 元的口粮盒装酒也将会被同价位的口粮光瓶酒所取。此外，从行业竞争格局来看，当前光瓶酒市场参与者众多，市场竞争格局仍较分散。根据观研报告网数据显示，2019 年我国光瓶酒市场份额 TOP3 为牛栏山、老村长、波汾，占比分别为 13.85%、6.15%、5.38%。市场竞争格局仍较分散。

图 19：光瓶酒发展阶段



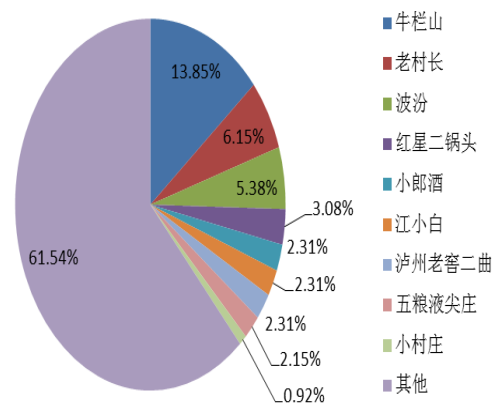
资料来源：酒业家，山西证券研究所

图 20：光瓶酒市场规模



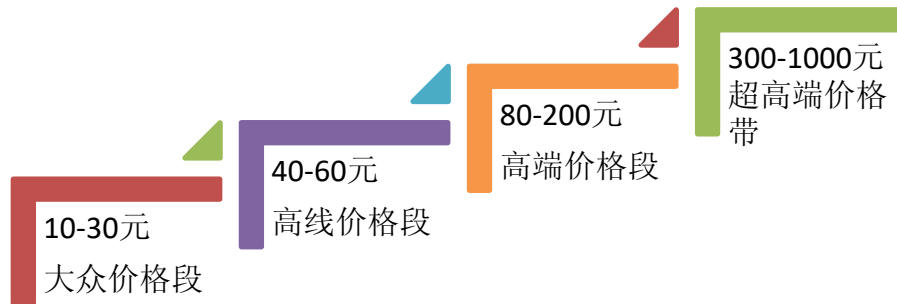
资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：光瓶酒竞争格局



资料来源：观研报告网，山西证券研究所

图 22：光瓶酒 4 个价位段



资料来源：卓鹏战略咨询，山西证券研究所

3.从市场端、产品端看汾酒复兴路径

站在当前位置，我们认为需要从更高的高度去看待山西汾酒的投资价值。我们认为从中长期角度综合分析山西汾酒的投资价值是合理有效的。拉长时间周期来看，汾酒在过去十年间，以五年一个大台阶的方式，完成了跃升，目前汾酒全面复兴进入新阶段。至“十四五”末，汾酒要晋身行业第一阵营，实现“三分天下有其一”的目标，推动汾酒、杏花村酒、系列酒互相补位，共同发展的一体化运营局面。

3.1 营销三步走，迎接十四五

2-3年，营业收入可看 300 亿元，十四五末 400-500 亿元收入。1) 根据 2020 年全球经销商大会信息可知，展望十四五，省外占比 70%以上，今年上半年省外占比估计 60，预计 2-3 年，省外占比将达到 70%以上，十四五末 75%以上（以 2020 年省内 60 亿为基数，省内未来四年增速 10%左右），估计 2-3 年，营业收入可看 300 亿元，十四五末 500 亿元收入，年均复合增速 29%。2) 根据汾酒官方微信公众号报道，从六大发展板块、构建六个酒都、酒类销售目标和职工人均年收入目标四个方面，将汾酒“十四五”战略简要概括为“66415”，“十四五”汾酒晋身行业第一阵营和实现“三分天下有其一”目标。3) 根据酒业家报道，杏花村汾酒销售公司执行董事、总经理张玉峰透露，“杏花村”品牌现有经销商、专卖店 767 家，共设 9 个大区，按照 2021 年重点市场突破、2022 年全国市场布局、2023 年市场快速发展的部署，2023 年营销目标 30 亿元，“十四五”末营销目标 50 亿元，根据调研预计“十四五”未来杏花村系列占比 10%左右。

表 8：山西汾酒十四五规划布局

项目	具体内容
五大任务	1、推进关键变革：营销理论建设实现突破，让汾酒营销理论体系有意识的指导市场实践；

	<p>2、进数字化变革：营销信息化建设实现重大突破，费用核销系统、终端动销系统全面上线；</p> <p>3、推进区域化管理：选人用人制度实现重大突破，并进一步扁平区域组织，全国范围内选出的 10 个直属管理区域，助推本土营销实现突破；</p> <p>4、推进专业化管理品牌建设：经过三年的营销改革实践，品牌专业化、高端化、多元化程度不断提高，今年全国范围内青花 30 复兴版首发，成为助推本土营销实现突破的重要条件；</p> <p>5、推进全国化布局，长江以南市场快速发展，1+3 重点板块市场持续发力，1357 的全国化布局要逐步推进。</p>
<p>“三步走”规则</p>	<p>深度调整期（2021 年）：用一年时间解决三年汾酒营销改革中突出表现出的经销商问题，如营销体系管理创新不足、产品升级问题、市场净化问题、品牌聚焦问题、经销商利润等问题；转型发展期（2022-2023 年）：用两年时间实现省外市场高质量、高速度的发展，实现长江以南市场显著突破，实现杏花村个性化品牌销售规模和销售质量的不断提升，积极开拓国际市场，实现国际市场发展的新突破；营销加速期（2024-2025 年）：用两年时间，实现青花汾酒营收规模历史性的突破，基本实现汾酒、杏花村两大品牌相互支撑发展格局，全面完成“1357”的市场布局，在国际化白酒市场形成具有较大影响力领先品牌形象，打造完全闭环、科学、高效、现代化、全营销体系，将汾酒打造成行业内最具竞争力第一历史品牌。</p>
<p>“13344”作战计划</p>	<p>“1”个体系：营销体系一体化，今年 11 月为加速汾酒营销体系改革，汾酒成立了汾酒营销中心，为国际国内营销协同提供重要支撑，是继 2018 年成立营改办之后又一次对营销改革进行高位谋划。“3”大战略：1、持续提高青花汾酒价值，建立圈层营销代表；2、持续优化杏花村个性化品牌，践行品牌聚焦战略；3、持续探索国际化市场，践行借船出海战略，重点推进东南亚和免税市场。“3”大任务：1、整体品牌价值提升更强，深挖为高品质生活带来的精神内涵，实现汾酒品牌价值快速提升；2、营销管理水平提升更高，加大考核制度，完善区域营销组织；3、经销商结构优化更好，调整经销商结构以实现经销商分级分层管理，构建厂商共同体。“4”个原则：1、抓两头强腰部产品策略，抓青花汾酒和玻汾的基础上强化腰部产品的发展，全力推进巴拿马星火计划，实现全系列整合发力；2、以核心终端、核心团购单位端、核心消费领袖端为重点的市场构造原则，完善管理机制；3、以价格线，窜货线，费比线，厂商统一线四线为关键的市场秩序，建立牢不可破的厂商统一战线；4、以品牌传播度，产品能见度，消费者互动度，品鉴多频度，青花新高度的五度建设原则，强化青花大事件营销在全国的大联动，提高品牌影响力。“4”大保障：人才保障、制度保障、资源保障、监督保障。</p>

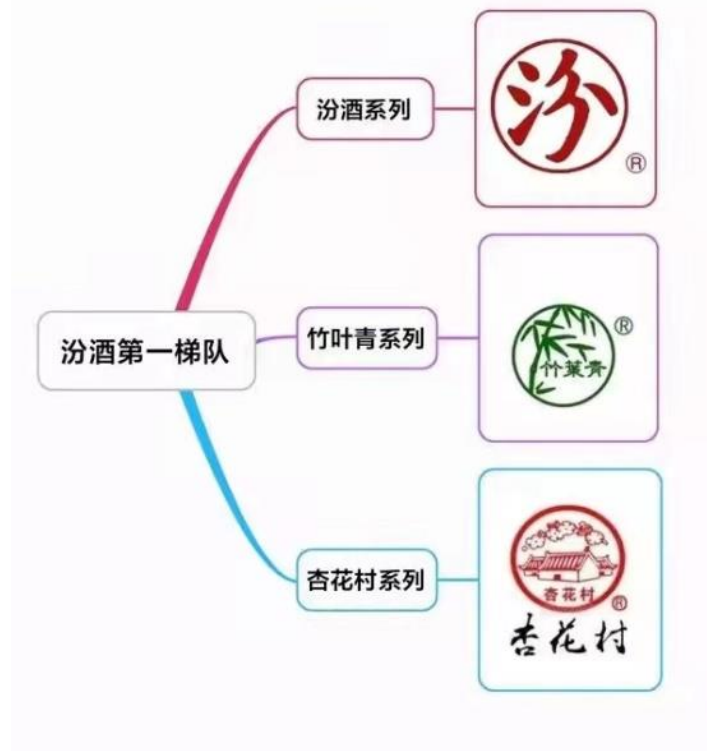
资料来源：微酒，调研，山西证券研究所

3.2 全系列整合发力，跑出新发展加速度

3.2.1 公司产品线丰富，产品策略定位得当




山西汾酒目前有三大系列：汾酒系列、竹叶青系列、杏花村系列，其中汾酒系列作为公司营收的主要来源。旗下产品覆盖了国内消费市场的低-中-次高-高-超高所有主流价格带，满足了不同场景的消费需求。公司高端产品主要有中国装·青花汾酒、青花汾酒 40·中国龙、青花汾酒 30·复兴版等，定位千元以上价格带；次高端有青花 20 跑量产品，卡位次高端主流价格带；巴拿马金装系列和老白汾系列为腰部产品，定价 100-450 元之间，满足大众宴会需求；波汾定位高线光瓶酒，性价比高，起到引流与培育消费者作用。在产品策略上，我们认为公司产品策略定位得当，2020 年之前汾酒则采取“抓两头带中间”，通过重点发力高端、次高端的青花与低端玻汾，带动腰部产品营收提升，助力汾酒跑出加速度。从提出抓两头带中间的时间点以来，行业内全品相都能获得增长的企业都不多，很多企业只是在单品或者单个区域有增长。汾酒三年时间，两头快速增长，腰部也有增长。2020 年策略由“拔两头带中间”调整为“拔中高控底部”，我们认为公司未来增长更加突出结构性调整，将由量增转向质。

图 23：山西汾酒的三大系列



资料来源：健康国酒竹叶青微信公众号，山西证券研究所

表 7：山西汾酒主要产品

高端、次高端	青花50(55°)	5699元/500ml	
	青花40(55°)	2980元/500ml	
	青花30复兴版(53°)	1399元/501ml	
	青花30(53°)	969元/502ml	
	青花30(48°)	989元/503ml	
	青花20(53°)	568元/504ml	
中端	青花20(42°)	518元/505ml	
	老白汾10(53°)	148元/475ml	
	老白汾10(45°)	148元/475ml	
	老白汾醇柔(53°)	115元/475ml	
	老白汾醇柔(42°)	98元/475ml	
	老白汾封坛15(53°)	229元/475ml	
	老白汾封坛15(42°)	208元/475ml	
	巴拿马基础版(42°)	208元/475ml	
	巴拿马基础版(53°)	228元/475ml	
	巴拿马10(42°)	298元/475ml	
	巴拿马10(53°)	308元/475ml	
	蓝汾(53°)	148元/475ml	
	紫砂汾酒(53°)	218元/475ml	
	紫砂汾酒(42°)	209元/475ml	
低端	红盖玻汾(42度)	54元/475ml	
	黄盖玻汾(53度)	58元/475ml	
	出口玻汾	129元/475ml	
	乳玻汾(48度)	65元/475ml	

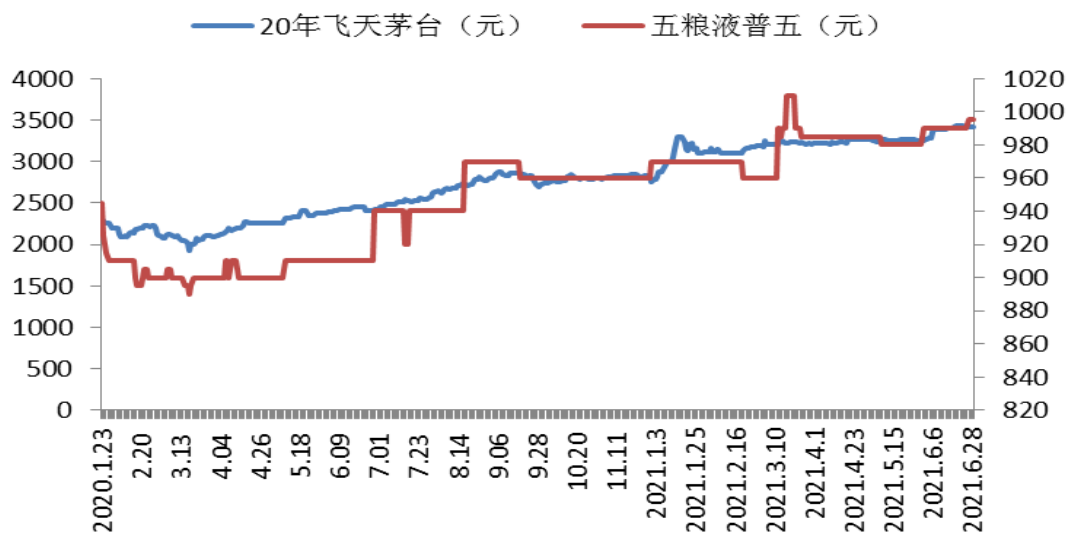
资料来源：汾酒京东旗舰店，山西证券研究所

3.2.2 青花汾酒引领，驱动汾酒系列增长

高端白酒整体繁荣，青花 30 复兴版有望脱颖而出。与啤酒等舶来品不同，白酒背后有着深厚的文化和历史背书，产品之间具有较大的异质性。不同的地域、文化、气候下所产出的白酒在口感、味道、香气上具有较大的差异，尤其是高端名酒，由于受到酿造工艺、发酵方法、储存方法和条件等门槛限制，本身就具有天然的稀缺性。在高端市场，以五粮液、泸州老窖、洋河大曲为代表的浓香型和以茅台为代表的酱香型白酒长期占据着主流地位，而清香型白酒在这一领域缺乏拳头产品，市场认知程度较低。但是茅台价格天花板持续上移，拓宽了超高端 2000 元、特别是 1000 元档的发展赛道。主流清香企业均意识到消费升级、高端化结构扩容、品类价值提升将给自身带来结构性增长红利，纷纷加码高端化战略，在享受红利同时提升企业品牌势能，可谓一举两得。

2018 年开始，汾酒陆续推出青花 50、青花 40 和青花 30 复兴版等大单品，定价区间在 1000-6000 元，其中青花 30·复兴版的推出，一是可以使青花 30 脱离 600-800 这一相对容量较小的价格带，摆脱同品牌力相对较弱的品牌的竞争纠缠，实现定位突围；二是更加凸显了青花 20 性价比；三是助力于汾酒向上站稳千元市场，向高端发起冲击，弥补清香型白酒在该领域的空白。青花是汾酒复兴的必然选择，重回三分天下有其一的载体，在 2020 年，山西汾酒把“中国酒魂、活态为魂”作为新的战略定位，并将青花 20、青花 30 两款主销产品从青花系列中分离运作，打造出高端化产品的全新运作模式。同一年，青花 30 复兴版被推向市场，目标是追赶 1573，超越 1573，追赶五粮液，超越五粮液。

图 24：茅台、五粮液一批价情况



资料来源：今天酒价格，山西证券研究所

表 9：青花系列汾酒

	上市日期	价格	产品定位
青花·中国装	2018年3月	1399	-
青花30·复兴版	2020年9月	1099	目标是追赶1573，超越1573，追赶五粮液，超越五粮液
青花40·中国龙	2021年7月	3199	这款产品公司不会对其进行销量考核，是公司的一款形象产品
青花·50	2018年3月	5999	-

资料来源：酒说，山西证券研究所

2) 白酒结构性扩容，看好次高端，青花 20 有望持续放量。通过复盘 2016-2021 年次高端白酒增长，2016 年，在经历了消费场景被限、高端价格泡沫化的冲击后，次高端白酒一度遇冷，次高端价格区间的最低点甚至回落到了 200 元左右，市场一度沉默。2016 年之后，在消费升级、商务场景多元化等多种因素的作用下，次高端终于迎来了曙光。自 2017 年起，次高端一路高歌猛进，营、利以高位数增长，全国化布局趁势而上，这种情况一直持续到 2019 年。2019 年，随着区域酒企的加入，次高端玩家开始猛增，在消费市场趋于稳定和第一轮全国化告一段落的背景下，次高端增长的步伐开始放缓，随即便是 2020 年初的疫情，2021 年一季度所表现出的高增长。我们认为和上一轮次高端白酒增长情况不一样，上一轮次高端的增长更多的是全国汇量式的增长。而这一次的增长，则是以次高端深度全国化为基础，出现了新的价格带，是结构性的增长。受高端白酒批价上升的影响以及酱酒热等影响，次高端价格带从 300-600 向 600-800 升级明显，让出 600-800 元的价格空间，厂家开始在 600 元以上价格带布局，如洋河梦 6+ 在 600 元以上价格带明显放

量，次高端 300-800 价格带公司有青花 20 大单品，因此基于“汾老大”品牌形象回归的预期以及青花 30·复兴版定位千元，带动青花 20 持续放量。

3) 50-80 元价位段，玻汾具有先发优势。光瓶酒价格定位在 10-30 元区间，品牌扎堆，处于成熟阶段，竞争激烈。未来 2-3 年，光瓶酒在 30—50 元/瓶价格带可能会出现群雄混战，但在 50 元价格带，注定是大品牌的寡头竞争，在 50 元-100 元价格带竞争优势突出，量价均有成长空间。此外，名酒品牌做高线、高端光瓶产品具有品质和品牌的天然优势，由于高线光瓶自身的产品属性，是高品质、高性价比、高饮用感的全方位组合。名酒品牌深厚的文化沉淀和技艺沉淀，将对于高线光瓶的品质需求形成强大的品牌背书，未来名酒高线光瓶将形成头部阵营。玻汾定位在 50 元以上价位带，具有先发优势。

3.2.2 “杏花村”归来，汾酒进入 2+2 时代

汾酒进入“2+2”时代，在白酒行业，“双品牌”甚至“多品牌”运作是一线名酒的“标配”。汾酒，已经明确了“2+2”的品牌结构，”其中第一个“2”是指汾酒和竹叶青核心品牌“双轮驱动不断提高品牌知名度、美誉度和忠诚度；第二个“2”是指杏花村品牌和系列酒品牌作为汾酒产品创新、新兴业态和市场拓展的“两大尖兵”。加快推进酒文旅跨界融合工作，把杏花村打造成为富有魅力的酒文化旅游圣地。在此基础上，汾酒 2021 年营销中心第一期会议再次提出，汾酒营销要一体化运营，推动汾酒与“杏花村”品牌协同。在杏花村诗酒文化的背书下，汾酒正全方位推进“杏花村”品牌复兴，将推崇并塑造“杏花村”品牌标识及价值，提高文化和消费内涵，把杏花村打造成最受新时代消费者喜欢的第一民酒。

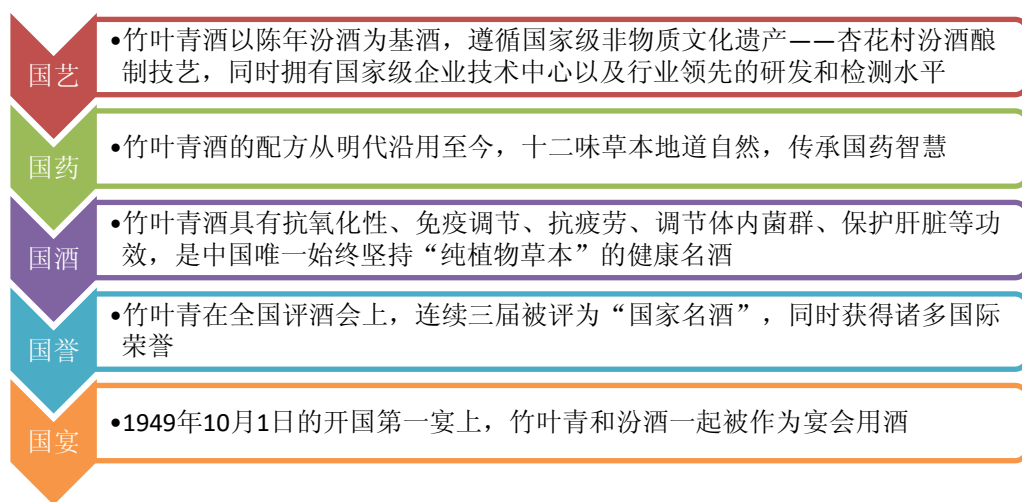
杏花村汾酒销售公司执行董事、总经理张玉峰透露，“杏花村”品牌现有经销商、专卖店 767 家，共设 9 个大区，按照 2021 年重点市场突破、2022 年全国市场布局、2023 年市场快速发展的部署，2023 年营销目标 30 亿元，“十四五”末营销目标 50 亿元。在由区域性品牌向区域化强势品牌布局转变的过程中，“杏花村”品牌明确了基础系列、宴席系列、形象系列、定制系列的矩阵式产品结构，开启区域平台商模式、一地一商代理制、区域和专属渠道定制、区域市场单品总代理以及其他创新模式的合作方式。在李俊看来，“杏花村”品牌拥有历史背书、产区背书、汾酒背书、品牌背书四大优势，正处于汾酒引领下的清香热、汾酒营销一体化资源统筹的机遇期，已经制定了清晰的战略规划，加之品牌处于发展初期，市场空间大。“2+2”品牌结构搭配“聚合营销”，汾酒正在开启一个全新的未来。

3.2.3 实施“双轮驱动”，推动竹叶青大健康产业发展

据艾瑞咨询报告显示，大健康产业 2018 年产值已经超过 5 万亿元，2020 年超过 9 万亿元，增幅高达 32.1%，且伴随着社会结构变化而需求不断增长，具备可持续增长性。对这样的产业风口，健康酒市场也是

“群雄逐鹿”，各大酒品牌纷纷推出自己的健康酒。竹叶青酒除了传承千年的悠久历史外，此外，竹叶青以优质汾酒为“基酒”，既保留了汾酒的特色，再添加砂仁、紫檀、当归、陈皮、公丁香、零香、广木香等十余种名贵中药材配伍，精制陈酿而成。竹叶青酒是独具中国传统健康文化价值的露酒，“国艺、国药、国酒、国誉、国宴”，“五个国字”可以充分阐述竹叶青酒的独特价值。未来，竹叶青将引领酒业三大趋势，即：中国酒业年轻化的启蒙者、中国酒业国际化的开拓者、中国酒业健康化的引领者。

图 25：竹叶青全新定义



资料来源：健康国酒竹叶青，山西证券研究所

实施“双轮驱动”战略，发展竹叶青大健康产业，是汾酒集团于变局中开新局的重要战略举措。目前，竹叶青酒已经完成“123”大健康产业架构。“1”即以健康为核心，竹叶青酒的发展愿景是成为健康价值的整合服务平台企业；“2”即以科技创新与文化创新为两大支撑；“3”即打造数字化供应链、健康产业、资本合作 3 大平台。

3.3 市场战略迭代升级，全国化战略已见成效

市场策略得当，全国化布局初步实现。除了强大的品牌力赋能和丰富的产品线覆盖以外，汾酒的复苏同样离不开公司在渠道端的改革，通过渠道运营，加速了汾酒全国化进程的推进，充分释放了省外营收的放量红利。市场战略迭代升级，深入拓展市场。2017 年省外市场渠道建设处于初期，2017 年公司以时间换空间，将增长压力放到省内，2018 年汾酒将聚焦发展“1+3”板块市场，并制定 3 个亿元市场和 20 个机会市场；2019 年省外汾酒区域战略目标由 13320 战略转变为 13313 战略，再转变为当前的 1357 战略，深度开发区域，进一步扩大省外市场。1357 重点聚焦市场从传统的京津冀、鲁豫、陕蒙等环山西板块市场逐步向江浙沪皖、粤闽琼、湘鄂、东北、西北等五大板块转变，其中长三角、珠三角保持较快增长，长江以南保持同比 50% 以上增长。经过数年发展后，汾酒的全国化进程实现了三个阶段的跨越，目前已经基本扫

清了国内空白市场。我们认为汾酒的全国化战略战术执行得当，汾酒的全国化呈现出“以点带面、从线到片，层层递进”的特征，颇有“大军南下”之势。

表 10：市场战略变化情况

市场战略布局	具体表现
13320	1：山西大本营； 3：三大环山西板块市场京津冀、鲁豫、陕蒙； 3：三个亿元市场辽宁、广东、海南； 20：20 个细分小市场，如新疆乌鲁木齐，宁夏银川，广西南宁，江西抚州，福州晋江等。
13313	1：山西大本营； 3：三大环山西板块市场京津冀、鲁豫、陕蒙； 3：三小市场板块华东、两湖、东南； 13：13 个机会型省外市场
1357	在巩固“1+3”板块（山西市场、京津冀板块、豫鲁板块、陕蒙板块）市场的基础上略有增长，适度加大“5 小板块”（江浙沪皖板块、粤闽琼板块、两湖板块、东北板块、西北板块）市场的拓展力度，加快 7 个机会型市场（四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏）的拓展速度。
1357+10	进一步扁平区域组织，全国范围内选出的 10 个直属管理区域，助推本土营销实现突破。

资料来源：酒说，调研，山西证券研究所

图 26：山西汾酒市场策略变动



资料来源：山西证券研究所

在正确的市场策略下，全国大部分地区实现了渠道网络的搭建。2016-2020 年，经过 5 年的建设周期，汾酒通过扩大招商和销售网点建设，在全国大部分地区实现了渠道网络的搭建。其中 2017-2019 年，汾酒销售团队由 500 余人增长至 4000 余人；汾酒经销商数量由 700 余家增长至 2000 余家；汾酒专卖店数量由 400 多家增长至 900 多家；汾酒经销网点从 5 万家激增至 70 余万家，全面的渠道体系为后期玻汾和青花系列产品的放量增长打下坚实基础。

图 27：汾酒销售团队人员变化

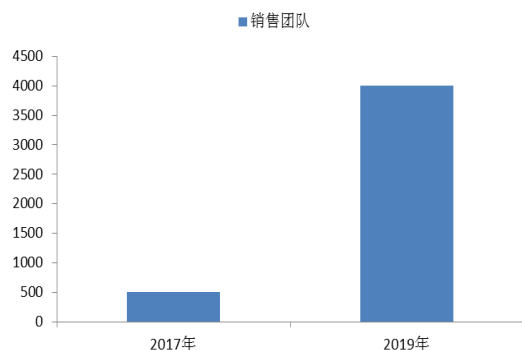
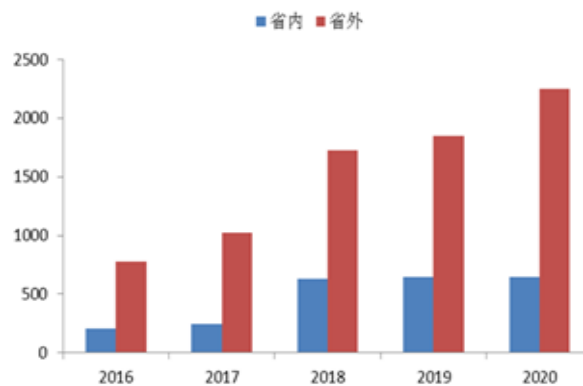


图 28：汾酒经销商数量变化



资料来源：云酒头条，山西证券研究所

资料来源：公司年报，山西证券研究所

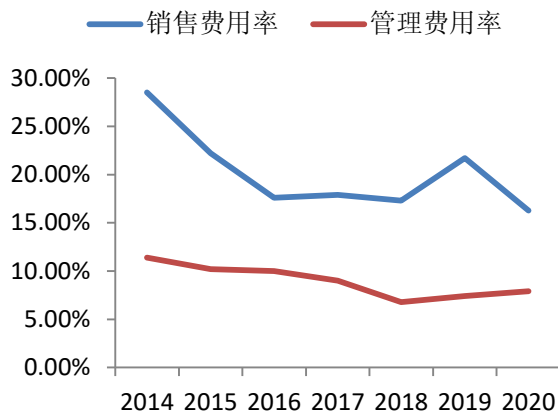
山西汾酒的全国化战略已初现成效，未来继续开拓省外市场。山西省只有 3000 万人口，省会太原只有 300 万人口。想要利用人口红利带来的消费红利，山西汾酒必须走省外发展的道路。2017 年到 2018 年，省内省外市场达到了 4:6。2019 年到 2020 年，山西汾酒的省外市场份额接近 60%，到十四五汾酒省外占比超过 70%。未来持续深化“1357+10”市场布局，深度聚焦环山西市场、长三角、珠三角、渤海湾经济圈以及规模型地县级核心市场，保存量、扩增量，持续推动长江以南市场的科学发展路径，稳步突破。

3.4 策略调整及管理优化，助力净利率提高

策略调整叠加费用率优化，公司净利率将不断提高。受益于产品结构升级和成本优化，公司毛利率由 2014 年的 67.4% 小幅度增至 2020 年的 72.15%。同时，受益于费用率优化，销售费用率由 2014 年的 28.5% 下降至 2020 年的 16.27%，管理费用率由 2014 年的 11.4% 下降到 2019 年的 7.9%，公司净利率由 2014 年的 9.1% 增长至 2020 年的 22.27%。2017 年以来，公司始终坚持“抓两头带中间”的策略，高端青花高举高打，低端玻汾培育清香型消费氛围，取得了显著的效果。“抓两头带中间”的战略也使得低端玻汾快速扩张，在战略早期，玻汾的扩容甚至更为明显。虽然这在一定程度上强化了汾酒的营收规模，但受低端白酒较低的利润空间拖累，2014-2020 年，汾酒的综合毛利润空间平均仅为 69.07%，长期低于同为名酒的五粮液、泸州老窖和贵州茅台。而在品牌营销的大力投入之下，汾酒的净利润空间更是处于行业较低水平，2014-2019 年平均净利率仅为 15.65%。但是山西汾酒相比同行可比公司净利率和费用率仍有优化空间，首先，公司 2020 年策略由“拔两头带中间”调整为“拔中高控底部”，我们认为公司未来增长更加突出结构性调整，将由量增转向质增，助力毛利率提高。此外，一是加强与华润创业的战略协同，继续推动双方在营销协同、管理提升方面的工作交流与合作；二是加强契约化管理，激发经营层活力，提升管理效率；三是强化全面预算管理，推进管理精细化；四是探索公司在智能制造、智慧厂区、大数据与人工智能技术、

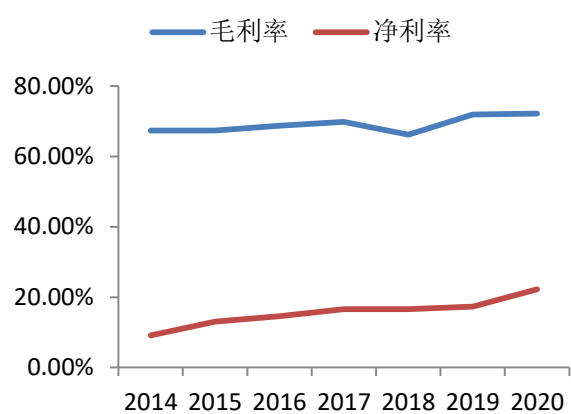
网络信息安全体系建设方面的发展路径，提升信息化建设能力；五是加强内控管理，做好收购资产的整合管理，提升风险防范能力。

图 29：山西汾酒费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：山西汾酒净利率和毛利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 11：同行可比公司费用率及净利率情况

公司名称	期间费用率 (%)				净利率 (%)			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
山西汾酒	26.69	23.88	28.25	23.69	16.63	16.63	17.29	22.27
贵州茅台	13.14	10.75	11.12	9.64	49.82	51.37	51.47	52.18
五粮液	16.58	12.79	12.64	11.92	33.41	35.07	36.37	36.48
泸州老窖	27.65	30.35	30.86	23.35	25.03	26.89	29.35	35.78
洋河股份	19.51	17.50	20.02	21.35	33.23	33.59	31.94	35.47
古井贡酒	39.43	37.99	36.62	35.98	17.01	20.04	20.71	17.95

资料来源：wind，山西证券研究所

3.5 真正实现汾酒的全面复兴

如果说汾酒过去十年通过文化引领、改革创新，创造并不断刷新了“汾酒速度”“汾酒加速度”，那么，放眼未来，汾酒正不断刷新“汾酒高度”。

今年两会期间，李秋喜则提出，“目标茅台、双轮驱动、十年赶超”。公司自 2017 年推动国企改革以来，在国资委三年责任状的大框架下，公司获得经营自主权，推动绩效改善与现代企业制度建立，改变内部思想观念，奠定公司长期发展的制度基石。汾酒的长期目标概括而言是复兴。汾酒集团整体上市已经实际性开启“汾酒复兴”与时间赛跑模式。2017 年汾酒集团第一次党代会上，汾酒的“11936”中长期发展战略提

出，明确了“真正实现汾酒的全面复兴”的总体目标。如今，汾酒复兴战略研讨会的举办，已经显示出汾酒在三年任期经营业绩目标考核完成之后将切换到中长期赛道。而李秋喜就表示，从短期目标，到中期目标，再到长期目标，汾酒正在与时间赛跑，争的不仅是规模上的一个数字，更是一个体系的完全蜕变、一个组织的全面复兴。过去三年的国企改革试点，尤其是集团完成整体上市之后，全体汾酒人的思想、改革认识都已经发生变化，这无疑将极大促进汾酒全面复兴目标的实现。

2020年是汾酒“十三五”规划的决胜之年，“62210”五年奋斗目标和“4421”三年攻坚目标的收官之年，是“十四五”规划的制定之年，在这一年，汾酒也启动了竹叶青大健康产业项目，踏上了新的征程。汾酒将用三个五年，分三步走，即“十四五”规划直道冲刺比速度、“十五五”规划弯道超车比技术、“十六五”规划换道并跑比智慧，巩固根据地，打过长江，走向世界，再铸“汾老大”辉煌，实现复兴。

4. 盈利预测、估值分析和投资建议

与高端白酒龙头略微“平淡”的表现不同，今年次高端白酒步入新一轮发展周期，表现最为靓丽，山西汾酒涨幅位于前列。短期看，2021年是汾酒“十四五”的开局之年，前三季度收入同比增长66.24%，我们认为产品高端化、市场全国化、双轮驱动是推动业绩增长的主要因素。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。未来2-3年，营业收入可看300亿元，4-5年可看500亿元收入，年复合增长率29%左右。此外，公司最终目标是走中高端路线，青花汾酒会持续发力，因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率将不断提高。

盈利预测：山西汾酒产品结构主要包含汾酒系列，杏花村系列、配制酒系列。汾酒实施“双轮驱动”“2+2”品牌架构，形成了汾酒、竹叶青、杏花村和系列酒相互补充、协调发展的顶层设计，三力齐驱。十四五，未来汾酒定位中高端，汾酒系列占比80%以上（青花40%以上），杏花村酒和竹叶青占比接近10%。具体来看：

营业收入预测：1) 受益于消费升级和渠道开拓，青花系列中的青花30·复兴版定位千元，是战略性单品，进军高端路线，带动青花20放量，推动青40和青50发展；公司十四五规划中，公司的产品策略是抓两头强腰部产品，抓青花汾酒和玻汾的基础上强化腰部产品的发展，全力推进巴拿马星火计划，实现全系列整合发力，预计未来巴拿马系列和老白汾系列有望加速增长；光瓶酒提价能力很强，在50元价位带具有较强的品牌力和酒质，具有整合100元以内瓶装酒的消费逻辑。预计2021-2025年汾酒系列收入同比增长57.03%、20.68%、20.97%、21.28%、21.58%。

2) 公司对系列酒公司进行停产整顿、重新定位、产品架构梳理调整后，有望快速增长。预计2021-2025年系列酒收入同比增长0%、68%、68%、68%、68%。

3) 实施“双轮驱动”战略，发展竹叶青大健康产业，是汾酒集团于变局中开新局的重要战略举措，未来几年将迎来高速增长。预计 2021-2025 年收入同比增长 35%、50%、50%、50%、50%。

毛利率预测：未来汾酒定位中高端，受益青花 30 复兴版放量以及“拔中高、控底部”的产品策略，未来产品结构升级，带动毛利率上行。预计 2021-2025 年毛利率 75.2%、76.1%、76.9%、77.6%、78.2%。

费用率预测：随着全国化深度进行，规模效应凸显以及运营管理效率的提高，总体费用率将处于下行趋势。

表 12：业务公司收入及毛利率情况

单位（亿元）		2020	2021	2022	2023
汾酒系列	收入	126.29	198.38	239.41	289.62
	增速（%）	22.64	57.03%	20.68	20.97
	毛利率	73.45%	76.3%	77.5%	78.7%
系列酒	收入	5.66	5.67	9.54	16.06
	增速（%）	-36.22	0.00	68.30	68.30
	毛利率	52.69%	53.2%	54.2%	55.2%
配制酒	收入	6.53	8.82	13.22	19.84
	增速（%）	19.23	35	50	50
	毛利率	67.04%	68.0%	69.5%	71.0%
合计	收入	139.90	214.75	264.62	328.69
	增速（%）	17.63	53.41	23.22	24.21
	毛利率	72.15%	75.2%	76.1%	76.9%

资料来源：wind，山西证券研究所

横向对比来看，根据 wind 一致性预期，2021-2023 年，汾酒市盈率（PE）高于行业平均值，其估值处于近五年中位水平。但是，但看好清香型龙头未来在高端白酒领域的突破以及全国化进展情况，对其成长性给予较大的估值溢价空间。因此，预计公司 2021-2023 实现营业收入分别为 214.62 亿、264.45 亿、328.48 亿，同比增长 53%、23%、24%，实现归母公司净利润 55.14 亿、71.58 亿、92.81 亿，同比增长 79%、30%、30%，EPS 为 4.52 元、5.87 元、7.61 元，对应当前股价 PE 为 63、49、37 倍，维持“买入”评级。

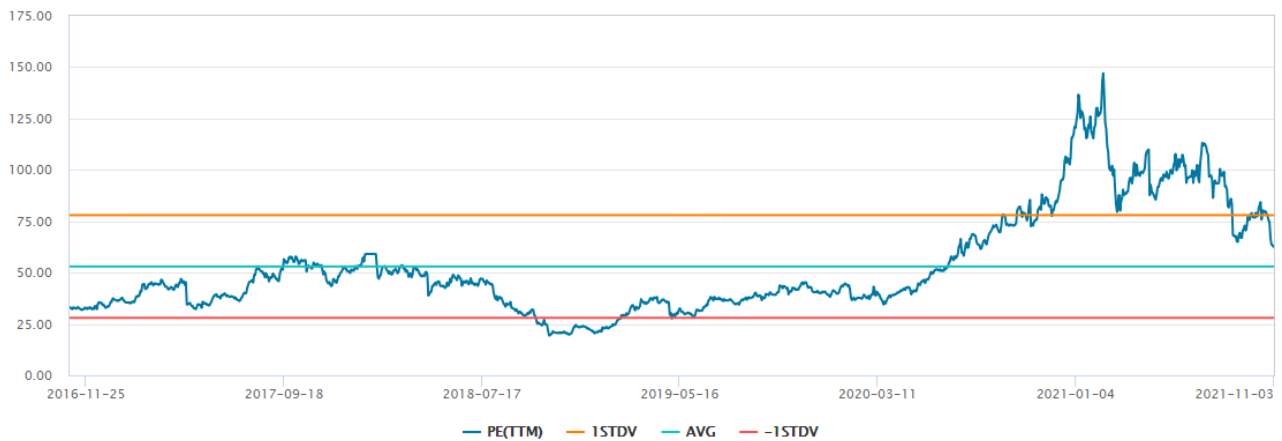
表 13：可比公司估值

排名	代码	证券简称	市盈率 PE			每股收益		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
1	600809.SH	山西汾酒	106.22	63.30	48.7	3.55	4.52	5.87
2	000799.SZ	酒鬼酒	103.44	71.49	48.98	1.51	2.95	4.31
3	000596.SZ	古井贡酒	73.86	51.26	41.00	3.68	4.57	5.71
4	000858.SZ	五粮液	56.77	32.76	27.50	5.14	6.25	7.44

5	600779.SH	水井坊	55.45	59.64	45.36	1.50	2.19	2.88
6	000568.SZ	泸州老窖	55.16	44.30	35.38	4.10	5.22	6.53
7	600519.SH	贵州茅台	53.75	42.95	36.93	37.17	41.98	48.82
8	600702.SH	舍得酒业	49.43	47.33	33.12	1.75	3.80	5.44
9	002304.SZ	洋河股份	47.53	35.35	28.92	4.98	5.27	6.44

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 2021 年 11 月 1 日，来自 wind 一致预测，除山西汾酒外）

图 31:山西汾酒近五年估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

5.风险提示

疫情超预期的风险，国企改革进度不达预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,808	24,989	34,423	45,818	营业收入	13,990	21,462	26,445	32,848
现金	4,607	6,975	13,990	19,759	营业成本	3,896	5,320	6,318	7,581
应收账款	142	321	252	379	营业税金及附加	2,503	3,840	4,731	5,876
其他应收款	141	119	163	239	销售费用	2,276	3,470	4,197	5,114
预付账款	117	77	71	41	管理费用	1,089	1,240	1,449	1,767
存货	6,357	5,796	6,231	6,792	财务费用	(68)	(87)	(157)	(253)
其他流动资产	4,444	11,701	13,716	18,608	资产减值损失	0	1	(0)	0
非流动资产	3,971	3,680	3,712	3,702	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	15	18	24	投资净收益	(49)	1	1	1
固定资产	1,761	1,649	1,538	1,426	营业利润	4,235	7,678	9,909	12,762
无形资产	339	316	295	276	营业外收入	6	3	3	3
其他非流动资产	1,832	1,700	1,861	1,977	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	19,779	28,669	38,135	49,520	利润总额	4,237	7,678	9,909	12,762
流动负债	9,629	14,122	18,294	22,770	所得税	1,121	1,919	2,477	3,191
短期借款	0	0	0	0	净利润	3,116	5,758	7,432	9,572
应付账款	1,455	2,189	2,899	3,143	少数股东损益	37	245	273	290
其他流动负债	8,174	11,933	15,395	19,627	归属母公司净利润	3,079	5,514	7,158	9,281
非流动负债	84	106	134	170	EBITDA	4,327	7,725	9,884	12,640
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.52	4.52	5.87	7.61
其他非流动负债	84	106	134	170					
负债合计	9,714	14,229	18,428	22,941					
少数股东权益	288	533	806	1,096	主要财务比率				
股本	872	1,220	1,220	1,220	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	204	204	204	204	成长能力				
留存收益	8,708	12,483	17,477	24,059	营业收入	17.76%	53.41%	23.22%	24.21%
归属母公司股东权益	9,777	13,907	18,901	25,483	营业利润	48.94%	81.30%	29.06%	28.79%
负债和股东权益	19,779	28,669	38,135	49,520	归属于母公司净利润	58.85%	79.06%	29.83%	29.65%
					获利能力				
					毛利率(%)	72.15%	75.21%	76.11%	76.92%
					净利率(%)	22.01%	25.69%	27.07%	28.26%
					ROE(%)	30.96%	39.88%	37.71%	36.01%
					ROIC(%)	86.74%	107.78%	63.62%	87.89%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.11%	49.63%	48.32%	46.33%
					净负债比率(%)	38.12%	18.97%	1.21%	-5.01%
					流动比率	1.64	1.77	1.88	2.01
					速动比率	0.98	1.36	1.54	1.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.89	0.79	0.75
					应收账款周转率	3534.09	211.07	182.25	286.40
					应付账款周转率	8.16	11.78	10.39	10.87

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,010	3,704	9,026	8,221
净利润	3,116	5,514	7,158	9,281
折旧摊销	152	134	133	131
财务费用	(49)	(87)	(157)	(253)
投资损失	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	869	(2,102)	1,620	(1,228)
其他经营现金流	(2,078)	246	273	291
投资活动现金流	(740)	26	(2)	(5)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(39)	25	(3)	(6)



其他投资现金流	(700)	1	1	1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(1,369)	(1,303)	(2,008)	(2,446)	每股收益(最新摊薄)	2.52	4.52	5.87	7.61
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.04	7.40	6.74
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.01	11.40	15.49	20.89
普通股增加	0	349	0	0	估值比率				
资本公积增加	72	0	0	0	P/E	113.3	63.3	48.7	37.6
其他筹资现金流	(1,442)	(1,652)	(2,008)	(2,446)	P/B	35.7	25.1	18.5	13.7
现金净增加额	(99)	2,426	7,015	5,769	EV/EBITDA	74.54	44.84	34.46	26.61

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

